

华新水泥 (600801.SH)
水泥

证券研究报告/公司点评报告

2024年10月30日

评级: 买入 (维持)

分析师: 孙颖

执业证书编号: S0740519070002

Email: sunying@zts.com.cn

分析师: 刘铭政

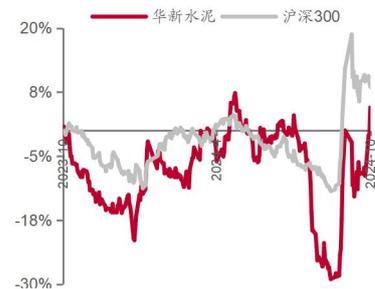
执业证书编号: S0740524070003

Email: liumz01@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2,079
流通股本(百万股)	1,344
市价(元)	14.87
市值(百万元)	25,538
流通市值(百万元)	19,989

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1、行业更新点评:《长三角第五轮提价幅度超预期,吹响进攻号角》(20241006)
- 2、公司点评:《海外水泥业务持续发力,骨料增长表现亮眼》(20240905)
- 3、公司点评:《海外渐成水泥主业“稳定器”,一体化推动盈利中枢上移》(20231030)

公司盈利预测及估值

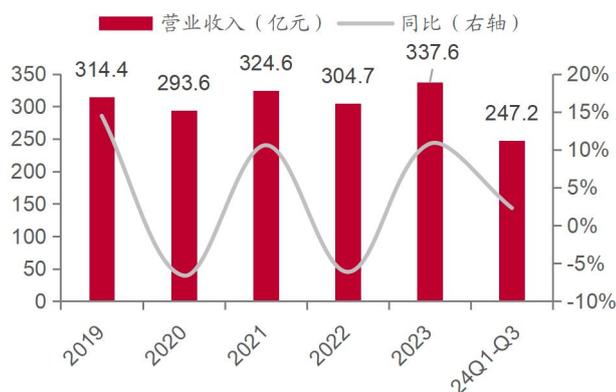
指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	30,470	33,757	34,714	37,744	40,683
增长率 yoy%	-6%	11%	3%	9%	8%
归母净利润(百万元)	2,699	2,762	1,735	2,136	2,531
增长率 yoy%	-50%	2%	-37%	23%	18%
每股收益(元)	1.30	1.33	0.83	1.03	1.22
每股现金流量	2.20	3.00	3.79	3.25	3.86
净资产收益率	9%	8%	5%	6%	6%
P/E	9.5	9.2	14.7	12.0	10.1
P/B	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7

备注: 股价截止自2024年10月30日收盘价, 每股指标按照最新股本数全面摊薄

报告摘要

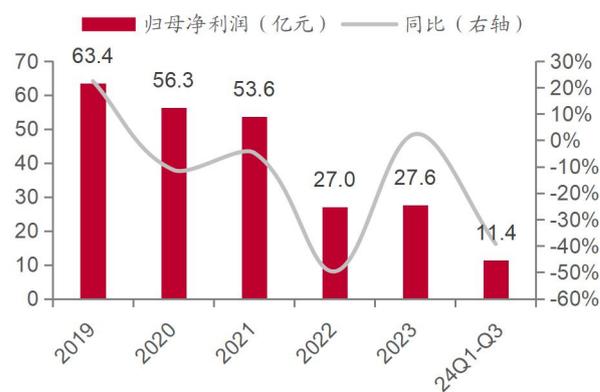
- **事件:** 公司发布2024年三季报。前三季度公司实现营业收入247.2亿元, 同比+2.3%; 实现归母净利润、扣非归母净利润11.4、10.6亿元, 分别同比-39.3%、-41.7%。单三季度实现营收84.8亿元, 同比+1.8%, 环比-7.3%; 实现归母净利润、扣非归母净利润4.1、3.8亿元, 分别同比-40.2%、-41.3%, 分别环比-26.3%、-27.5%。
- **国内水泥拖累收入, 海外及非水泥业务支持增长。** 据国家统计局数据, 2024年1-9月, 全国水泥产量13.3亿吨, 同比-10.7%, 其中7-9月单月产量1.5、1.6、1.7亿吨, 单月同比-12.4%、-11.9%、-10.3%, 金九银十传统旺季下, 9月单月降幅略有收窄, 但仍为2010年以来同期最低水平。从区域来看, 据数字水泥网, 公司国内水泥熟料产能前三布局地区湖北、云南、湖南24Q3产量分别同比-7.2%、-13.1%、-14.7%; 价格水平来看, 武汉、昆明、长沙24Q3水泥价格分别同比-5.9%、+5.3%、+14.0%, 季度环比-3.2%、+9.7%、+7.9%, 区域价格涨跌不一, 但均处于相对较低水平, 我们认为24Q3公司国内水泥量价仍整体承压拖累收入, 支撑收入同比增长主要依靠海外水泥市场及骨料等非水泥业务增长。随着9月末开始的区域价格提涨, 我们预计公司国内水泥单价有望逐步企稳修复。
- **毛利率仍阶段性承压, 汇率扰动影响费用端。** 24Q3公司整体实现毛利率24.7%, 同比-5.2pcts, 环比-0.3pcts, 国内水泥价格阶段性疲弱对单季盈利水平仍有拖累; 单三季度期间费用率14.3%, 同比-0.5pcts, 季度环比+2.4pcts, 其中财务费用率季度同比+1.0%, 季度环比+1.2%, 我们预计主要受经营期间海外汇率波动影响。24Q3公司实现销售净利率6.6%, 同比-3.9pcts, 季度环比-1.4pcts。
- **看好公司海外及非水泥业务贡献支撑成长。** 截至24H1, 公司已在塔吉克斯坦、吉尔吉斯斯坦、乌兹别克斯坦等12个国家地区布局, 公司海外水泥熟料产能1544万吨/年, 水泥粉磨能力2254万吨/年; 另还有莫桑比克新建生产线、马拉维新建生产线、赞比亚生产线升级、南非生产线升级、津巴布韦粉磨站等在建项目, 在建熟料产能合计约300万吨/年, 在建水泥粉磨产能合计约270万吨/年, 海外水泥业务有望进一步提升贡献。24H1公司骨料、商混业务收入分别同比+37.0%、+24.2%, 收入增速表现亮眼, 合计收入占比同比上升8.8pcts至42.5%, 预计全年收入业绩表现依旧亮眼。
- **投资建议:** 公司水泥主业布局中西南地区, 两湖供需存韧性且西南存在边际改善空间; 海外水泥熟料产能持续扩张叠加非水泥业务快速发展将带来新盈利增长点。基于公司24年三季报及行业盈利情况, 我们调整公司盈利预测中水泥业务价格假设, 调整后预计2024-2026年公司归母净利为17.4、21.4、25.3亿元(前次预测2024-2026年为21.5、25.7、28.8亿元); 当前股价对应PE分别为14.7、12.0、10.1倍, 对应PB分别0.8、0.8、0.7倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 需求不及预期; 供给约束不及预期; 成本大幅波动; 水泥价格大幅波动等。

图表 1: 公司营业收入及同比增速 (亿元)



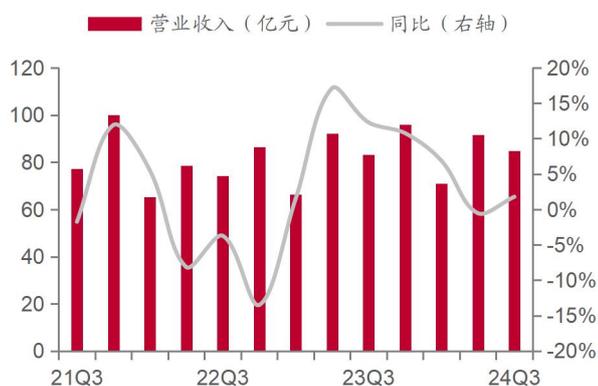
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 2: 公司归母净利润及同比增速 (亿元)



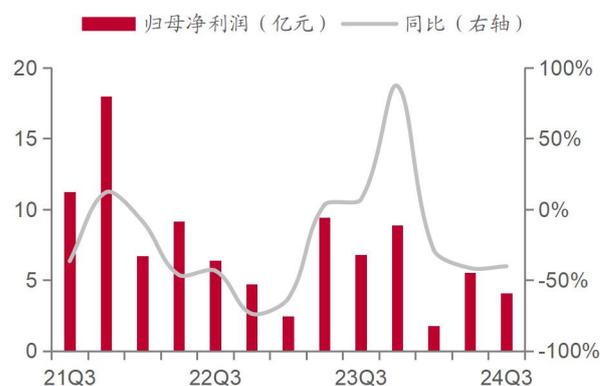
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 3: 公司单季营业收入及同比增速 (亿元)



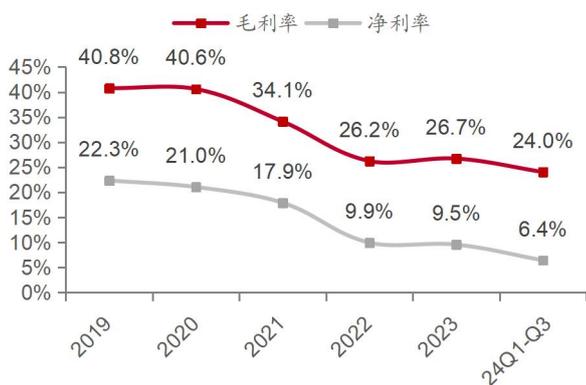
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 4: 公司单季归母净利润及同比增速 (亿元)



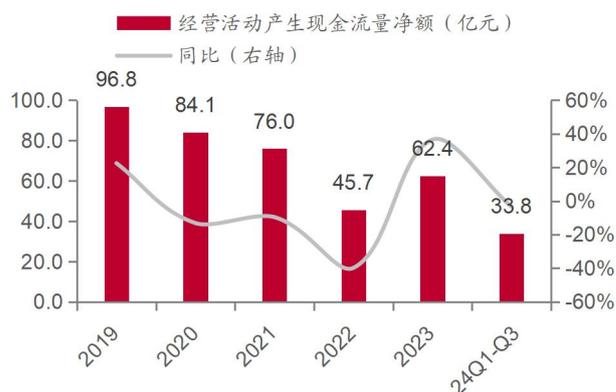
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 5: 公司销售毛利率及净利率



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 6: 公司经营活动现金流净额 (亿元)



来源: WIND, 中泰证券研究所

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,849	13,886	15,098	19,361	营业收入	33,757	34,714	37,744	40,683
应收票据	275	283	308	332	营业成本	24,741	26,741	28,915	30,857
应收账款	2,259	2,220	2,448	2,657	税金及附加	745	766	833	898
预付账款	418	452	488	521	销售费用	1,519	1,562	1,699	1,831
存货	3,463	3,743	4,047	4,319	管理费用	1,819	1,871	2,034	2,193
合同资产	0	0	0	0	研发费用	301	310	337	363
其他流动资产	2,955	3,033	3,297	3,554	财务费用	699	897	730	728
流动资产合计	15,220	23,616	25,686	30,743	信用减值损失	-68	-45	-45	-45
其他长期投资	81	83	91	98	资产减值损失	-138	-126	-126	-126
长期股权投资	513	513	513	513	公允价值变动收益	-36	-36	-36	-36
固定资产	27,740	25,651	23,742	21,996	投资收益	59	38	38	38
在建工程	3,509	3,509	3,509	3,509	其他收益	175	216	216	216
无形资产	15,958	19,009	22,158	23,878	营业利润	4,352	2,743	3,372	3,989
其他非流动资产	5,780	5,828	5,902	5,958	营业外收入	62	63	62	63
非流动资产合计	53,581	54,593	55,913	55,951	营业外支出	88	88	88	88
资产合计	68,800	78,209	81,599	86,694	利润总额	4,326	2,718	3,346	3,964
短期借款	644	4,470	2,620	1,113	所得税	1,108	697	857	1,016
应付票据	935	1,011	1,093	1,167	净利润	3,218	2,021	2,489	2,948
应付账款	7,827	8,460	9,147	9,762	少数股东损益	456	286	353	418
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	2,762	1,735	2,136	2,531
合同负债	717	737	802	864	NOPLAT	3,738	2,688	3,032	3,490
其他应付款	921	921	921	921	EPS (摊薄)	1.33	0.83	1.03	1.22
一年内到期的非流动负债	6,721	8,065	9,678	11,614	主要财务比率				
其他流动负债	1,168	1,182	561	604	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动负债合计	18,934	24,847	24,824	26,045	成长能力				
长期借款	8,623	9,964	11,305	12,646	营业收入增长率	10.8%	2.8%	8.7%	7.8%
应付债券	3,964	3,964	3,964	3,964	EBIT 增长率	13.0%	-28.1%	12.8%	15.1%
其他非流动负债	3,984	3,984	3,984	3,984	归母公司净利润增长率	2.3%	-37.2%	23.1%	18.4%
非流动负债合计	16,571	17,912	19,253	20,594	获利能力				
负债合计	35,505	42,759	44,077	46,639	毛利率	26.7%	23.0%	23.4%	24.2%
归属母公司所有者权益	28,933	30,801	32,522	34,636	净利率	9.5%	5.8%	6.6%	7.2%
少数股东权益	4,362	4,648	5,001	5,419	ROE	8.3%	4.9%	5.7%	6.3%
所有者权益合计	33,295	35,449	37,523	40,055	ROIC	9.8%	6.0%	6.5%	7.0%
负债和股东权益	68,800	78,209	81,599	86,694	偿债能力				
现金流量表					资产负债率	51.6%	54.7%	54.0%	53.8%
单位:百万元					债务权益比	71.9%	85.9%	84.1%	83.2%
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	流动比率	0.8	1.0	1.0	1.2
经营活动现金流	6,236	7,876	6,747	8,023	速动比率	0.6	0.8	0.9	1.0
现金收益	7,451	6,982	7,426	8,057	营运能力				
存货影响	-58	-280	-304	-272	总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.5
经营性应收影响	-532	124	-164	-140	应收账款周转天数	19	23	22	23
经营性应付影响	-237	708	770	688	应付账款周转天数	118	110	110	110
其他影响	-388	342	-981	-310	存货周转天数	50	49	48	49
投资活动现金流	-6,454	-5,039	-5,493	-4,386	每股指标 (元)				
资本支出	-6,388	-5,026	-5,446	-4,355	每股收益	1.33	0.83	1.03	1.22
股权投资	-74	0	0	0	每股经营现金流	3.00	3.79	3.25	3.86
其他长期资产变化	8	-13	-47	-31	每股净资产	13.92	14.82	15.64	16.66
融资活动现金流	-952	5,199	-42	626	估值比率				
借款增加	3,224	6,511	1,104	1,770	P/E	9	15	12	10
股利及利息支付	-2,195	-1,040	-1,111	-1,180	P/B	1	1	1	1
股东融资	221	0	0	0					
其他影响	-2,202	-272	-35	36					

来源: WIND, 中泰证券研究所

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。